



Haftanın Ortası

Güncel konularla her hafta

4 Ağustos 2017

Enflasyonla mücadelede “ne şiş yansın ne kebab” yaklaşımı sürdürüldükçe, alttan alta bozulan fiyatlama dinamikleri ekonominin geleceğini tümünden köreltmekte. Sinsi sinsi çift hanelerde kök salmaya yönelik enflasyonun doğrudan seçmen üzerinde etkisi büyüme kadar olmayınca, hak ettiği ilgiyi de iktidar cenaplarından görememekte. Hâlbuki yükselen enflasyonla beraber artan kamu harcamaları paralelinde genişleyen bütçe açığı faizleri çift hanelerde yukarılara taşımaya devam etikçe, ister istemez enflasyonla mücadele öncelikli bir hale gelecek yakın vadede. Fakat Türkiye olarak da içinde nefes almaya çalıştığımız bu manik “post-truth” (gerçeğin ötesi) yıllarda, enflasyon konusunda doğruları tartışmak önemli.

Rakamlara bir göz atıp tazelenmekte fayda var. Ocak ayından bu yana çift hanelerde gezen manşet TÜFE enflasyonu, dün açıklanan Temmuz ayı verilerine göre olumlu baz yılı etkisi ile %10,9’dan %9,8’e geriledi. Önümüzdeki aylarda yeniden çift haneye yükselmesinin ardından TÜFE enflasyonu 2017’yi %10 civarında tamamlayacak gibi görünüyor. Hepsinden önemlisi çekirdek enflasyonun önceki aya göre %9,2’den %9,6’ya yükselmesi. Bu da enflasyonda ana eğilimin yukarı yönlü olduğunu gösteriyor.

Enflasyon ve dolayısıyla faizde yön yukarı

9 Ağustos 2007’de Fransız bankası BNP Paribas’ın “tamamıyla kuruyan likidite” nedeniyle ABD mortgage piyasasında işlem yapan üç fonunu dondurma açıklamasını başlangıç noktası olarak; 10. yıldönümü şerefine niyet, devasa küresel krizin o zamandan bu zamana uzanan etkileri üzerine ayırmaktı bu haftayı. Sonuçta “bugün” Brexit, Trump’ın seçilebilmesi, düşük büyüme ve politik dinamiklerde sarsıntı hep 2007 yılında gelişmiş ekonomilerde patlak veren küresel krizin sonuçları.

Fakat hem enflasyon raporu hem de enflasyon verisi aynı haftada gelince, enflasyon konusu daha öncelikli göründü.

Çünkü enflasyonla mücadelede “ne şiş yansın ne kebab” yaklaşımı sürdürüldükçe, alttan alta bozulan fiyatlama dinamikleri ekonominin geleceğini tümünden köreltmekte.

Sinsi sinsi çift hanelerde kök salmaya yönelik enflasyonun doğrudan seçmen üzerinde etkisi büyüme kadar olmayınca, hak ettiği ilgiyi de iktidar cenaplarından görememekte. Hâlbuki yükselen enflasyonla beraber artan kamu harcamaları paralelinde genişleyen bütçe açığı faizleri çift hanelerde yukarılara taşımaya devam etikçe, ister istemez enflasyonla

mücadele öncelikli bir hale gelecek yakın vadede. Fakat Türkiye olarak da içinde nefes almaya çalıştığımız bu manik “post-truth” (gerçeğin ötesi) yıllarda, enflasyon konusunda doğruları tartışmak önemli.

Bir kere dışarda rüzgârlar tersine dönüyor.

Dünya genelinde faiz seviyesini yükseltecek köklü bir operasyon başlamak üzere. Bütün dünyanın gözü Fed’in 4,5 trilyon dolarlık (ABD GSMH’sinin %23,5’i) bilançosunu nasıl küçülteceği üzerinde. Eylül ayında programın detaylarını açıklaması bekleniyor ama yine de bir fikir var tabii Fed’in bir süredir vermekte olduğu mesajlardan ortaya çıkan. **Banka, vadesi gelen tahvillere yeniden yatırım yapmayarak piyasadan likiditeyi çekmeye başlayacak. Çok düşük seyreden küresel tahvil faizlerinde bu nedenle yılın son çeyreğinde bir deprem yaşanması olasılığı çok yüksek.** Bu riskin farkında olan Fed’in de piyasalarda olası bir depremi önlemek için bilanço küçültme işlemlerini ağırdan alarak başlaması ve ancak zaman içinde anlamlı bir seviyeye çekmesi akla yatkın duruyor. Zaten bankanın söyleminde bilanço küçültmek “para

Şekil 1: Karşılaştırmalı Merkez Bankası Bilançoları

	US Federal reserve USD bn	European central bank EUR bn	Bank of England GBP bn	Bank of Japan JPY tn
Balance sheet	4,467	4,235	445	502
% GDP	23.5%	39.2%	22.7%	93.4%
Govt bonds	2,465	1,746	435	428
% market	17.7%	21.9%	29.6%	39.5%
MBS/Credit*	1,770	101	10	n.a.
% market	26.7%	5.1%	2.1%	n.a.
Other	232	2,388	0	74

Kaynak: Schroders (Aug 2, 2017) , Egeli & Co

politikası" değil; "teknik bir süreç". Bu nedenle eğer oynaklık çok artar ve faizlerde genel makroekonomik dengeleri bozucu bir sıçrama yaşanırsa, Fed bilanço küçültmenin temposunu değiştirebileceği gibi gerekirse de durduracak.

Fakat şimdilik bu aşırı uçta bir durum.

Küresel krizin finansal piyasaların DNA'sını da değiştirdiği göz önüne alındığında, Fed'in bilançosunu zaten 4,5 trilyon dolardan başlangıç seviyesi olan 1 trilyon civarına kadar geri çekmesini zaten kimse beklemiyor. 2,5 trilyon dolara kadar 4-5 senede gerilmesi ise makul görünüyor.

Şekil 1'den merkez bankalarının bilanço seviyelerine bakınca, ortada muazzam bir paranın dolandığını görmek mümkün. Schroders'in en son ekonomi raporunda yaptığı projeksiyona göre ancak iki yılın sonunda Fed'in bilançosu yaklaşık 1 trilyon dolar kadar azalacak.

Bu süreç önceden ilan edildiğinden, piyasalar şimdilik çok sakin bir şekilde Eylül'ün gelip de Fed'in planını açıklamasının bekliyor. Fakat iş gerçeğe dönüştüğünde 2013 Mayıs'ta başlayan "taper tantrum" hesabı; bir yüksek oynaklık döneminin yaşanması da çok mümkün görünüyor. Bu oynaklığın gerçekleşip gerçekleşmemesi de yılın sonlarına doğru Fed'in yeni bir faiz artırımını adımını atıp atmayacağını belirleyecek.

Şekil 2: Fed'in Bilanço Küçültme Operasyonu-Beklentiler

	Total		Treasury bonds			MBS	
	\$bn	% GDP	\$bn	% mkt	% GDP	\$bn	% mkt
Year 1 runoff	300	1.6%	180	1.3%	0.9%	120	1.8%
Year 2 runoff	600	3.2%	360	2.6%	1.9%	240	3.7%
Yr 2 balance sheet	3,567	18.7	1925	13.8%	10.1%	1410	21.3%

Kaynak: Schroders (Aug 2, 2017), Egeli & Co

2018 içlerinde, geriden gelerek ECB de trene atlayacak. Miktarsal genişleme sürecinde de Fed'in birkaç yıl gerisinden geldiği hesaba katıldığında Avrupa merkez bankasının parasal genişlemeyi durdurma kararı da ufukta çoktan netleşmiş durumda. Mevcut ekonomik toparlanma hızının devam etmesi halinde ECB belki de Fed kadar bile beklemeyerek miktarsal genişlemeyi bitirdikten daha kısa bir süre sonra bilanço "normalleştirme" dönemine geçiş yapacak.

İngiltere merkez bankasını Brexit nedeniyle; Japon merkez bankasını kronik durgunluk nedeniyle ve tabii Çin merkez bankasını da yapısal değişim-yumuşak iniş çalışmaları nedeniyle benzer dinamiklerin dışında değerlendirmek gerekli.

Gelişmiş piyasalarda faizlerin yükselme eğilimine net şekilde girmesinin an meselesi olduğu ortamda; Cumhurbaşkanı Başdanışmanı Bülent Gedikli Temmuz ayı enflasyon rakamlarını değerlendirirken "Banka'nın 2018'in ilk toplantısında faiz indirimine gidebileceğini" söylemekte. Nedeni de artık laf olsun diye %5'te sabit tutulan enflasyon hedefine rağmen, TÜFE enflasyonunun sene sonunda %8 civarına inebilme olasılığından bahsetmesi. Hafta başında açıklanan Enflasyon Raporu'ndaysa sene sonu beklentisi %8,7'ye yükseltmişti TCMB tarafından.

Rakamlara bir göz atıp tazelenmekte fayda var. Ocak ayından bu yana çift hanelerde gezen manşet TÜFE enflasyonu, dün açıklanan Temmuz ayı verilerine göre olumlu baz yılı etkisi ile %10,9'dan %9,8'e geriledi. **Önümüzdeki aylarda yeniden çift haneye yükselmesinin ardından manşet TÜFE enflasyonu 2017'yi %10 civarında tamamlayacak gibi görünüyor.**

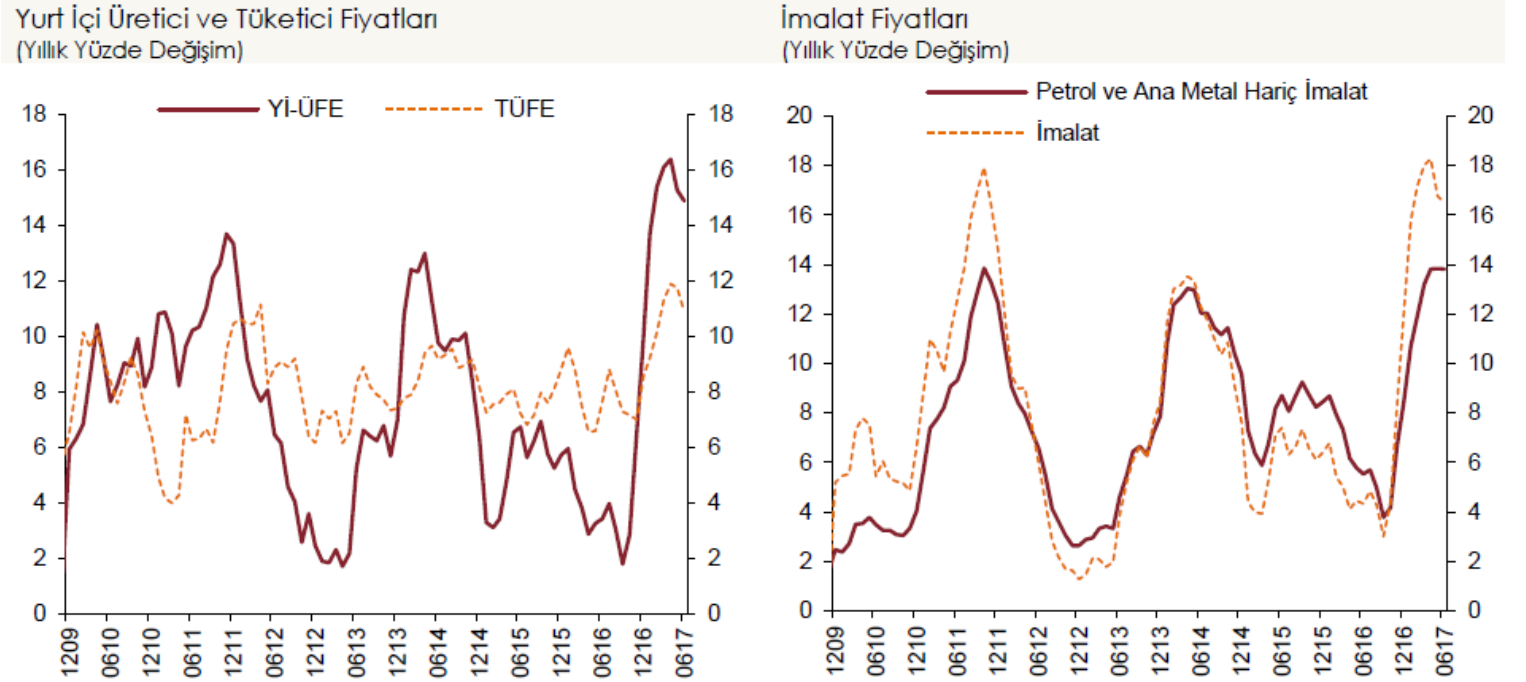
Hepsinden önemlisi çekirdek enflasyonun yükselmeye devam edişi; Temmuz ayında bir önceki ay seviyesi olan %9,2'den %9,6'ya ulaşmış durumda. **Bu da enflasyonda ana eğilimin yukarı yönlü olduğunu gösteriyor.** Çekirdek enflasyonun çift haneye dayandığı gerçeği göz ardı edilebilecek bir durum değil. Manşet enflasyondaki artış hızında iki aylık kısa bir ivme kaybindan çok daha önemli bir eğilime işaret ediyor. Manşet enflasyonunun 2018 başlarında baz etkisi nedeniyle %9'un altına inecek gibi duran görüntüsü yanıtmasın. Bir kere, hem Fed hem ECB'nin para politikalarında değişimin belirginleşeceği 2018 boyunca TL'nin sepet bazında değer

kaybetmeye devam edecek oluşu, enflasyonist baskı olarak başlı başına önemli bir neden olarak kalmaya devam edecek.

2019 başkanlık seçimi öncesinde kaynak sıkıntısına rağmen borçlanma üzerinden canlandırılmaya çalışılan Türkiye ekonomisinde; izlenen yolun maliyetlerinden biri kaçınılmaz olarak enflasyon artışı. Üstelik kamu açığı arttıkça, olası monetizasyon seçeneği girilen kısır döngünün enflasyonu daha da fazla beslemesi ile sonuçlanacak.

Maliyet yönlü baskılara bir de talep yönlü baskılar eklenmeye devam edecek çünkü bütçe tarafında tutulan yolun 2018'de de devam etmesi en makul beklenti. Zaten bir diğer Cumhurbaşkanı başkanışmanı Cemil Ertem'in KGDF hakkında yaptığı son açıklamalar bu sürecin tam gaz ilerleyeceğini anlatıyor.

Şekil 3: Enflasyon Çift Hanelerde



Et ve bazı tahıl ürünlerinde ithalat vergisinin sıfırlanması ise, en sorunlu görünen gıda fiyatları enflasyonunda kısa dönemli bir rahatlama sonrası enflasyonist baskının üretime vurulan darbe nedeniyle daha güçlü şekilde geri döneceğinin habercisi.

Şu durumda faiz seviyesinde, "bugünden" öteye 2018 başlarına doğru bir indirim beklemek gerçekçi mi? Enflasyon açısından bakılınca gerçekçi değil; çünkü zaten merkez bankası **efektif faizinin %12'ye dayandığı** bugünlerde "sıkı para politikası" yanında eşlik eden "gevşek maliye politikası" nedeniyle, enflasyonda kalıcı ve anlamlı kazanım elde etmek mümkün değil. Fakat manşet enflasyonda baz etkisi ile yaşanabilecek bir gerileme politik açıdan bir fırsat yaratmakta. O halde, banka yönetimi isterse vitrini doldurma amacıyla zaten kullanmadığı referans faizi haftalık ihale faizini aşağıya çekebilir. Ama bu %11,95 civarında olan **efektif faizi** (gecelik borç verme ve geç likidite penceresi faizleri ağırlıklı ortalaması) aynı oranda aşağıya çekebileceği anlamına gelmez. Yeniden altını çizmekte fayda var: Fed bilanço daraltma işlemine başlamışken ve ECB de miktarsal genişlemeyi bitirmişken; TL'nin sepet bazında değer kaybetme süreci 2018 başlarında güçlenerek devam edebilecek.

Yaklaşan başkanlık seçimi açısından %12-14 aralığında faizin mevcut iktidar açısından politik maliyeti yüksek olabilir. Dolayısıyla, başkanlık seçimi geri sayım döneminde kısa vadede gevşek maliye politikasına gevşek para politikası ile eşlik etme eğilimi ağır basabilir. Bu tercihin sonuçları olarak artan enflasyon, yükselen bütçe açığı ve cari açık 2019'dan itibaren ekonominin temel sorunları haline dönüşecektir.

Tüm bu bahsi geçen konuları tek cümlede toparlarsak: Omurgası, hedefi olan bir ekonomi yönetimi yerine, para ve maliye politikalarının konjonktüre kurban edilmesi tercih edildikçe; **birkaç yıl önce %7'lere oturmuş görünen manşet TÜFE enflasyonu gelecek birkaç yılda çift hanede kemikleşecek gibi görünüyor.** Bu gidişle. Türkiye dünyada çift haneli enflasyonla yaşamaya devam eden sayılı ekonomiden bir haline gelecek. Bu halin ise, faizler, yatırım iştahı ve büyüme tarafında binilen dalın kesilmesi anlamına geldiğini son söz olarak vurgulamak gerek.

Şekil 4: Enflasyon Beklentileri Önemli Ölçüde Bozulmakta

TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi
2017 Yıl Sonu	8,7	9,5	5,0
12 Ay Sonrası	6,9	8,4	5,0
24 Ay Sonrası	5,7	7,9	5,0

* Temmuz ayı Beklenti Anketi verileri.

Kaynak: TCMB , Egeli & Co

İletişim:

Güldem Atabay Şanlı

Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 532 347 82 06

guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Aile Ofisi Yönetim Danışmanlık ve Destek Hizmetleri A.Ş. ("Egeli & Co. Aile Ofisi" Mersis No: 0325054296800015) tarafından hazırlanmıştır.

Egeli & Co. Aile Ofisi ailelere, varlıklarının sürdürülebilirliği için aile üyeleri ile koordineli oluşturduğu yatırım felsefesi ve hedefler doğrultusunda farklı alanlardaki uzmanların koordinasyonunu sağlayan; objektif ve profesyonel yaklaşımla tek bir merkezden servet yönetimi, ilişki yönetimi ve varlık optimizasyonu hizmetleri veren ve aile içindeki tüm nesiller ve paydaşlar için yol gösterici olan bağımsız ve butik bir danışmanlık şirkettir.

YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtaraya gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. İşbu araştırma raporu, ticari iletişim ve ticari elektronik ileti olmayıp sadece ekonomik konjonktür ile ilgili bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayınlanamaz.

